

*Горан Радивојац**

ИЗАЗОВИ БЕРЗАНСКОГ ТРГОВАЊА У КРИЗНИМ УСЛОВИМА

CHALLENGES OF STOCK MARKET TRADING UNDER CRISIS CONDITIONS

Резиме

Берза и берзанско трговање у условима кризе постају кључно мјесто на којем се преламају интереси инвеститора, емитената, шпекуланата и хецера. Адекватно и поуздано функционисање берзанског тржишта и пратеће тржишне микроструктуре је од пресудног значаја за креирање и одржавање повјерења јавности у функционисање берзе, берзанског система трговања и берзанске цијене хартија од вриједности којим се тргује на тржишту. Значај микроструктуре финансијског тржишта се огледа у чињеници да учесници (индивидуални и колективни-професионални инвеститори) промптно реагују на објављене берзанске цијене, те дисфункционалност берзанског система трговања може да има врло штетне посљедице: не само на берзанско тржиште већ и на глобални реални и финансијски сектор. Савремено тржиште је под доминантним утицајем информационих технологија, те је неопходно сагледати све доступне моделе као и искуства са водећих финансијских тржишта како би се могао дати и критички осврт на тзв. „мала” локална финансијска тржишта и њихову будућност.

Кључне ријечи: микроструктура финансијског тржишта, регулација, финансијска криза

* Економски факултет, Универзитет у Бањој Луци, goran.radivojac@efbl.org

Summary

Under crisis conditions stock exchange and stock market trading become the breaking point where interests of investors, issuers, speculators and hedgers meet. Adequate and reliable functioning of stock market and its market microstructure is essential for creation and maintenance of public trust in stock exchange, stock trading system and stock price of securities traded on the market. The importance of microstructure of financial market is reflected in the fact that participants (individual and professional investors) react promptly to published stock prices, so malfunctioning of stock trading system can have very harmful consequences: not only for stock market but also for global real and financial sector. Modern market is dominated by the influence of information technologies; therefore it is necessary to consider all available models as well as experiences from leading financial markets in order to comment critically on so called „small” local financial markets and their future.

■ **Key words:** microstructure of financial market, regulation, financial crisis

Увод

Берзански послови, у основи, представљају најдинамичнији сегмент у оквиру циклуса управљања савременим финансијама. Свака куповина и продаја финансијских инструмената подразумејева постојање организованог облика трговања – берзанског или ванберзанског. Без одговарајуће микроструктуре није могуће постојање савременог финансијског тржишта. Дисперзија послова на берзама у последњих тридесет година утицала је и на повећан интерес регулатора – државе, за стабилно функционисање финансијског тржишта. Криза из 2007. године је указала на бројне недостатке у регулисању креирања и трговања различитим врстама финансијских инструмената. Улога државе је постала доминантна у домену регулисања уз претпоставку да након искуства из свих досадашњих криза, њена улога у будућности може бити само значајнија. Брокерско – дилерски послови, уз остале посредничке активности на тржишту некретнина и финансијских деривата, означени су као извор кризних дешавања у претходне три године. План Сједињених Америчких Држава под називом *TARP* је дао одређене резултате, те је то и потврда да је откритвен узрок кризе који је, релативно брзо, отклоњен. Криза са

најразвијенијих тржишта се врло брзо проширила и на локална финансијска тржишта, какво је и Бањалучка берза. Анализом показатеља трговања и обима брокерско – дилерских активности могуће је утврдити у којој се фази, у оквиру кризног циклуса, налази финансијско тржиште Републике Српске и какве су перспективе развоја овог и сличних тржишта у будућем периоду. Такође, посљедња финансијска криза је још једном отворила питање финансијског протекционизма најмоћнијих држава, као и контроле и утицаја на кретања капитала ка иностранству и из иностранства у посљедње три године.

1. Микроструктура савремене берзе

Берзу је могуће посматрати као одређену врсту корпорације (предузећа) која овлашћеним учесницима обезбјеђује инфраструктуру за трговање акцијама и другима хартијама од вриједности. У пракси постоји сталан интерес инвеститора, емитената, али и истраживача академске провинијенције за редизајнирање и редефинисање тржишног механизма.

Истраживачки аспект подразумијева дефинисање тржишне микроструктуре, разматрање проблема у функционисању тржишта, те креирање нових поступака и процедура које би тржиште учинили ефикаснијим и ефективнијим.

Посматрати микроструктуру финансијског тржишта није могуће без проучавања механизма трговања којима се тргује хартијама од вриједности. Проучавање процеса и резултата трговања финансијском имовином под специфичним условима и правилима треба да омогући адекватно разумијевање проблема савременог берзанског трговања, али и дефинисање нових праваца развоја берзанског трговања. Национално биро за економска истраживања (*National Bureau of Economic Research (NBER)*)¹ дефинише тржишну микроструктуру као поље изучавања које је изведено из теоријских, емпиријских и експерименталних истраживања тржишта хартија од вриједности. Оно укључује испитивање улоге информација у процесу откривања берзанске цијене хартија од вриједности, дефинисање, мјерење и контролу ликвидности хартија од вриједности којима се тргује на берзи, као и трансакционе трошкове и њихов утицај на ефикасност,

¹ www.nber.org

функционисање и регулацију тржишног механизма и структуре. За функционисање финансијског тржишта је заинтересован широк круг субјеката са специфичним партикуларним интересима. Такође, тржишна структура је у директној релацији са проблемима којима се баве дисциплине као што су – финансијски менаџмент, међународне финансије и менаџмент инвестиција.

Микроструктуру финансијског тржишта данас треба посматрати уз претпоставку да тржишне цијене хартија од вриједности којима се тргује на берзи не одражавају крајњу информациону ефикасност (јака форма ефикасности), да нису уравнотежене као и да постоји разлика између вриједности хартија од вриједности и њихове цијене на берзи. Уважавајући претходно наведено, јасно је да постоји простор за редефинисање микроструктуре финансијског тржишта у циљу подизања нивоа ефикасности тржишта и смањивања јаза (енг. *gap*) између вриједности и цијене хартија од вриједности којима се тргује на берзи.

Разматрати микроструктуру финансијског тржишта није могуће без објашњења и детерминисања појмова као што су цијене, тржишни налози и правила трговања.

Цијена финансијске имовине која се формира на тржишту називамо тржишном цијеном, трансакционом или берзанском цијеном. Тржишна цијена је резултат интеракције понуде и тражње за финансијским инструментима (берзанском робом). Цијена по којој се нека имовина нуди на продају је цијена понуде (енг. *ask price*), док је цијена по којој су учесници у берзанском трговању спремни да купе имовину цијена тражње (енг. *bid price*). У зависности од структуре понуде и тражње, модела трговања и тржишна цијена може бити једнака цијени понуде, цијени тражње, или се налазити у интервалу између цијене понуде и цијене тражње.

Тржишни налози су сљедећи битан елемент тржишне микроструктуре. Трговање на савременој берзи подразумијева постојање овлашћених учесника – најчешће су то брокери, који дјелују на основу налога клијената који су налогодавци у процесу купопродаје финансијских инструмената. Брокери дјелују као својеврсни агенти налогодаваца јер на бази њихових жеља и преференција креирају налог одређених карактеристика, те га уносе у берзански систем трговања. У основи, налоге можемо подијелити на тржишне и лимитиране налоге. Специфичност тржишних налога је да се они извршавају по тржишној цијени у одређеном периоду. За продавца најбоља је највиша

цијена коју је купац спреман да плати и обрнуто: за купца је најбоља најнижа цијена по којој је продавац спреман да прометује имовину. Лимитирани налози подразумевају постављање ограничења највише или најниже цијене у зависности од тога да ли је налогодавац купац или продавац имовине. Уколико је тржишне цијена изван интервала одређених лимитима, такав налог неће бити извршен, уз напомену да налози могу бити и временски лимитирани. Временски лимитирани налози су дневни, седмични, мјесечни и сл. Уколико налози у заданом временском периоду нису извршени, сматра се да су „истекли”, те је њихово обнављање под истим или промијењеним условима неопходно. Постоје и тзв. налози до опозива (енг. *Good till cancelled orders (GTC)*) који вриједе док год их налогодавац не повуче или откаже.

Дакле, током периода трговања, цијене се утврђују кроз упаривање налога, у складу са одговарајућим (најбољим) цијенама понуде и потражње, а у случају да су цијене идентичне, налози ће бити упарени по редослиједу уношења у информациони систем берзе. По правилу, тржишни налози ће увијек имати приоритет. На основу наведеног може се закључити да су тржишни налози ризичнији за налогодавца у погледу цијене по којој ће се трансакција обавити јер у потпуности зависе од тренутне ситуације на тржишту.

Правила трговања на берзи су јавно објављена и донекле се разликују од правила која сусрећемо на неким другим тржиштима. Наиме, правило приоритета цијене подразумејева да купац који је спреман да плати вишу цијену има предност на купцем који је понудио нижу цијену и обрнуто: продавац који је спреман да прихвати нижу цијену за имовину коју нуди има предност над продавцем који нуди имовину по вишој цијени.

Правило временског приоритета подразумејева да се налози који су први унијети у берзански систем трговања буду први и извршени. Поред наведена два правила, постоји и треће правило, тзв. пропорционално правило (*Pro Rata*), које подразумејева пропорционално извршавање свих налога са истом цијеном.

Pro Rata систем трговања подразумејева да се сви налози уносе у систем. Код *Pro Rata* система, приоритет се даје налозима искључиво на основу цијене. У пракси се ријетко дешава до се налози понуде и тражње квантитативно и квалитативно подударују, па овај систем подразумејева да се сви налози са истом цијеном извршавају у проценту њиховог учешћа у укупном волумену свих налога који су при-

сутни у систему тог тренутка. Сви налози уписом у информациони систем биће извршени аутоматски у проценту у ком је то могуће. На примјер, уколико су налози тражње у укупном обиму мањи за 10% од налога понуде, сви налози понуде ће бити извршени у пропорционално мањем износу за 10%. Једна од берзи из нашег ширег окружења на којој се примјењује Pro Rata систем трговања је Eurex берза финансијских деривата.² Оснивачи ове берзе су *Deutsche Börse AG* и *SIX Swiss Exchange*. На берзи се тргује великим бројем различитих деривативних финансијских инструмената путем електронског система трговања. Учесници могу приступити тржишту са преко 700 локација широм свијета. Не Eurex берзи се у просјеку изврши око 1,5 милијарди тржишних трансакција.

2. Надзор и праћење берзанског трговања

Надзор и праћење берзанског трговања подразумијева постојање низа специфичних регулатива које обавезују учеснике да поштују „правила понашања” на тржишту. Институционални оквир регулисања даје овлашћења комисији за хартије од вриједности, берзи, централном регистру и централној банци да надзиру и прате берзанско трговање и својим дискреционим правом санкционишу учеснике чије понашање није сагласно утврђеним правилима. Општи је принцип да су правила трговања јавно објављена како би сви заинтересовани субјекти могли да се упознају са њиховом садржином. Најчешће сама берза, уз претходно прибављену сагласност комисије за хартије од вриједности, утврђује и објављује правила трговања. Правила трговања морају одговарати систему или системима трговања на конкретной берзи. Системе трговања на берзи је могуће класификовати на основу типа овлашћених учесника који се појављују на берзи, тако да можемо говорити о дилерском тржишту (дилер се појављује у улози принципала) и берзанском тржишту (брокер се појављује у улози агента).

Као принципал, дилер тргује тако што купује имовину на тржишту за свој рачун, или продаје имовину са свог рачуна. На дилерском тржишту, учесници који желе да купе или продају имовину не тргују директно једни са другима, већ са дилером који је посредник (енг. *intermediar*). *Over-the-counter* (ОТС) тржишта у САД су добар примјер улоге дилера на тржишту.

² www.eurexchange.com

Брокер заступа трговца (купца или продавца имовине) као агент. Брокер не учествује на тржишту самостално као дилер, већ само извршава налог са брокером на другој страни трансакције. На брокерском тржишту брокери упарују налоге међусобно и посматрају трговање. *Tokio Stock Exchange (TSE)* може бити примјер чистог посредовања на тржишту. Трговање на *TSE* се одвија путем књиге налога. Посредници се називају саитори и они прате књигу налога, тј. њихово извршавање.

Системе трговања на берзи је могуће класификовати и на основу начина трговања. На основу ове категоризације, може се говорити о континуираном и аукционом тржишту.³

Континуирано тржиште омогућава да се у сваком тренутку током дана трговања континуирано тргује на тржишту. У Сједињеним Америчким Државама, Њујоршка берза (*New York Stock Exchange (NYSE)*) и *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ)* функционишу на бази континуираног система трговања. Континуирано тржиште може бити дилерско и/или брокерско. Уколико говоримо о дилерском тржишту, основни принцип је да дилер (врло често је он маркет мејкер) мора у континуитету извршавати и куповне и продајне налоге, док је на брокерском тржишту континуитет трговања заснован на међусобном упаривању налога који су присутни у систему.

На континуираном тржишту, трговци могу посматрати понуду и потражњу на котацији, трансакцијске цијене, обим промета у току трговања и друге сервисне информације. То им омогућава процјену услова трговања на тржишту прије него што се одлуче за слање њихових налога. Осим тога, упућивање и унос налога на континуираном тржишту даје трговцима могућност „пуштања” налога под тржишним условима који им одговарају. Ако континуирано тржиште уредно функционише, трговци ће имати прилично поуздане информације о могућој трансакционој цијени по којој ће њихови налози највероватније бити извршени. Међутим, на функционалном тржишту није могуће остварити потпуну сигурност у погледу цијене и осталих услова трговања због ограничене доступности информација

³ De Jong, Frank; Rindi, Barbara. *The Microstructure of Financial Markets*. Cambridge University Press, 2009, pp. 7-29.

и немогућности благовременог прибављања информација везаних за трговање.

На аукционом тржишту, налози се дозирају и симултано извршавају на мјесту и у времену када то аукционар одреди. Аукционо тржиште је активно обично једном или два пута у току дана или чак седмице трговања. Аукциона тржишта су најчешће брокерска тржишта. Налози се прикупљају у одређеном временском периоду прије трговања и извршавају се у одређеном тренутку по берзанској цијени. У овом систему трговања учесници имају много мање доступних информација о стању на тржишту него што је то случај код континуираног трговања, тј. не могу бити сигурни у односу на услове под којим ће трансакција бити извршена. Сва аукциона тржишта обично садрже одредбу којом се ограничава максимална дозвољена разлика у односу на претходно утврђену цијену аукције.

На основу претходно наведених карактеристика различитих система трговања, може се закључити да је трговање на берзи сложен и комплексан процес, те је и само праћење и надзор трговања комплексна и сложена активност.

Од самог настанка, финансијско тржиште је постало и амбијент злоупотреба, превара и еуфорија, односно финансијских криза.⁴ Док су прве „економске” кризе бивале превазиђене спонтаним дјеловањем тржишта кроз наставак тока економских активности, криза финансијског тржишта која је трајала од 1929. до 1933. године, није могла бити превазиђена без помоћи државе. Превазилажење ове кризе је било могуће једино уз јаку и свеобухватну државну интервенцију, те је државна интервенција од тада постала саставни дио тржишног механизма.⁵ У оквиру регулативе тржишта, контроле и надзора над тржиштем прототип регулаторног органа је Комисија за хартије од вредности (*Securities and Exchange Commission - SEC*)⁶ Сједињених Америчких Држава, основана 1934. године. Њене надлежности формулисале су у тада усвојеним прописима којима је регулисано финансијско тржиште САД - Закона о хартијама од вриједности, из 1933. године, и Закона о трговини хартијама од вриједности, из 1934. годи-

⁴ Samuelson, Paul A.; Nordhaus William. *Економичка*. 14. изд. Загреб: Мат, 1992, стр. 204.

⁵ Madura, Jeff. *Financial Markets and Institutions*. South-Western Cengage Learning, 2010, pp. 315-318.

⁶ www.sec.gov

не. Ове надлежности могу се сажето изразити кроз следеће области регулативе:⁷

- заштита инвеститора, путем доношења правила објелодањивања информација о финансијским инструментима и пословању емитената, као и слободног приступа информацијама од стране инвеститора. Пошто инвеститор сноси ризик инвестирања, његова инвестициона одлука треба да буде заснована на доступности свих релевантних информација,
- очување интегритета тржишта, кроз систем регистрације учесника на тржишту и њихову обавезу да објављују информације о свом пословању,
- обезбеђивање поштовања правила тржишне дисциплине, што укључује и могућност санкционисања учесника и обештећење инвеститора,
- спречавање криза на финансијском тржишту, обустављањем трговине у случају знатнијих поремећаја и старањем о ликвидности тржишта.

Модел регулативе којег представља SEC и који је усвојен и у низу других земаља облик је *функционалне регулативе*, који полази од посебних карактеристика финансијског тржишта. Постоји и модел *опште регулативе*, у чијој основи је сам инвестициони процес. Инвеститор конституише различите компоненте портфолија финансијских улагања и суочава се са комплексним ризицима. Стога је неопходно јединствено регулисање ризика инвестирања, како би се омогућила јаснија идентификација ризика. У ту сврху, формирају се институције које регулишу не само област финансијског тржишта, него и банкарско и тржиште услуга осигурања и пензија. Најпознатија институција овог типа је Управа за финансијске услуге (*Financial Services Authority - FSA*) у Великој Британији.⁸

Трећи модел регулације, присутан нпр. у Аустралији и Холандији, јесте модел „*двоструке регулативе*” (енг. *Twin Peaks*), који је циљног карактера: једна регулаторна агенција је одговорна за пруденцијско регулисање финансијских институција, а друга за контролу пословања и заштиту корисника финансијских услуга.

⁷ Опширније: Васиљевић, Бранко. *Основи финансијског тржишта*. Београд: Завет, 2009, стр. 20-21.

⁸ www.fsa.gov.uk

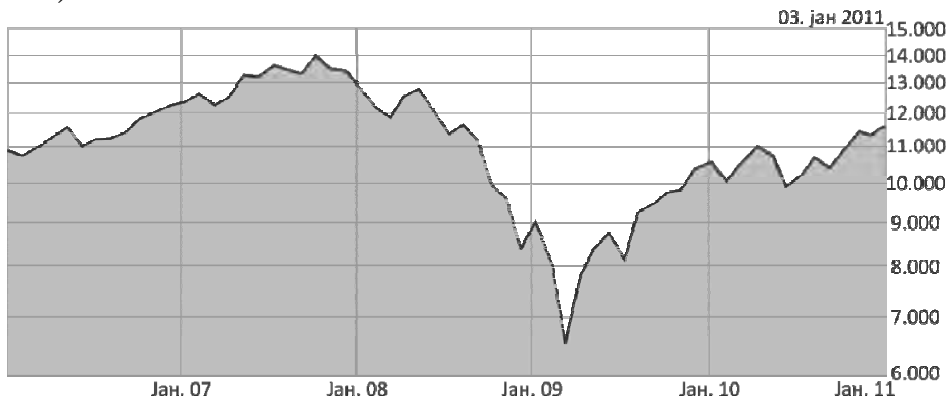
3. Проблеми регулације у контексту кредитне кризе у САД

Берзанска криза из 2007. године, започела је као криза хипотекарног тржишта и тржишта финансијских деривата. Може се рећи да је она означила крај шпекулативног мјехура, који је настао на таласу раста цијена некретнина у Сједињеним Америчким Државама, што је било праћено врло интензивном и динамичном кредитном активношћу банака која је иницирала на директан и индиректан начин општи раст цијене имовине на робним и финансијским берзама. Политика ликвидности Федералних резерви САД, уз политику ниске каматне стопе, омогућила је замах стамбене изградње и подстакла раст тржишта некретнина.

Стални раст тражње и цијена некретнина на тржишту, те развој хипотекарног тржишта уз процес дерегулације били су иницијални генератори актуелне кризе. Може се рећи да су они били више повод него узрок кризе, јер узроке кризе треба тражити у структуралним неусклађеностима савремене глобалне економије – понуде и тражње добара, као и структуром потрошње уз пренаглашена профитна очекивања инвеститора у најразвијенијим земљама свијета.

Кретање *Dow Jones Industrial Average* индекса на сликовит начин показује период кризе.

Слика 1: Кретање DJIA индекса у претходних пет година (на дан 3.1.2011. године)⁹



Резултат наведених процеса је било омогућавање зајмопримцима, без кредитне способности и бонитета (незапослена популација, ими-

⁹ <http://finance.yahoo.com/>

гранти, сиромашни итд.), да задовоље стамбене потребе, али и становништву уопште да искористи механизме хипотекарног тржишта за извлачење капиталне добити, настале на основу раста цијена, а на основу које је касније креирана потрошња.

Конкретно, креирање специфичног облика хипотекарних финансијских инструмената, нестандартне хипотеке (енг. *subprime mortgages*) и њених деривата, а након тога и сам раст и слом тржишта ових финансијских инструмената, јесте у основи кризе из 2007. године. На основу хипотекарних финансијских инструмената структурни кредитни производи (енг. *structured credit products*) претежно у САД, али и Европи, креирани су у износу 2,6 хиљада милијарди долара у 2007. години.¹⁰

Институционална структура „нестандардног“ хипотекарног тржишта изражена је кроз финансијске институције које имају велики обим леверица, а које нису биле под строгим надзором регулаторних органа. Поред инвестиционих банака и „хеџ“ фондова, за ово тржиште су посебно карактеристична два типа финансијских институција. Прво, то су структурисане инвестиционе јединице (енг. *structured investment vehicles - SIVs*), односно посебна правна лица које формирају банке, да би на њих пребациле дио својих пласмана у финансијске инструменте. Ове јединице прикупљају капитал емисијом комерцијалних хартија од вриједности гарантованих пласманима у хипотекарне финансијске инструменте (енг. *Asset Back Commercial Paper - ABCP*) и гаранцијама матичне банке. Друго, посебан тип институција представљају тзв. носиоци посебних инвестиционих функција (енг. *special purpose vehicle*), од којих је најпознатији хипотекарни инвестициони проводник (енг. *Real Estate Mortgage Investment Conduit - REMIC*), који држи хипотекарне финансијске инструменте као повјереник, траст (енг. *trust*) и емитује дериватне хипотекарне финансијске инструменте у траншама.

Одобравање нестандартних хипотека претворено је у индустријски процес, у коме су креатори хипотекарних кредита кредитне уговоре одмах продавали, ради формирања пулова хипотекарних кредита, који су били носиоци њихове секјуритизације. Коришћењем метода „креирај и прослједи“ (енг. *originate and distribute*), креатори

¹⁰ Kodres, Laura. *A Crisis of Confidence...and a lot more*, Finance and Development, june 2008, Volume 45, Number 2, p. 3.

(енг. *originator*) хипотекарних кредита ризик су преносили продајом кредита на аранжере (енг. *arranger*). Ризик се даље преносио преко повјереника (енг. *trust*), менаџера активе (енг. *asset manager*) и сервисера хипотекарних кредита (енг. *servicer*) све до крајњег инвеститора.¹¹ Трансфер ризика подразумијевао је и његово мултипликовање, јер неликвидност врло малог броја учесника чини читав систем, заснован на овој шеми, неликвидним. Неликвидност и криза овако структурисаног система је постала реалност половином 2007. године.

Проблем овако креираних инструмената је открио слабости рејтинговања од стране рејтинг агенција које су биле активни учесници у читавом процесу. Пад повјерења инвеститора у финансијско тржиште САД, прије свега због информација о улози рејтинг агенција, иницирао је општи пад цијена хартија од вриједности на финансијском тржишту САД али, кратко вријеме након тога, и на финансијским тржиштима широм свијета.

На основу наведеног, може се рећи да је систем регулације финансијског тржишта разграђен кроз процес дерегулације у последњих 20 година, те се може сматрати „природним” жеља шпекуланата да у кратком року остваре натпросјечне приносе без обзира на висину припадајућег ризика, јер ће препакивањем финансијских инструмената ризик превалити на друге учеснике на финансијском тржишту – углавном су то били портфолио инвеститори, који су, ослањајући се на анализе и извјештаје рејтинг агенција, масовно куповали финансијске инструменте креиране на основу хипотека.

До краја 2007. године, постало је јасно да ће улога државе бити пресудна не само у домену регулисања већ и у домену директне финансијске помоћи кључним учесницима на финансијском тржишту али и реалном сектору који је трпио озбиљне посљедице кризе у финансијском сектору.

У 2008. години улога државе у економском систему добила је сасвим нову димензију. Директне интервенције влада Сједињених Америчких Држава, Њемачке, Аустрије и др. прво у финансијском, а затим и у реалном сектору, представљају сасвим нов приступ у рјешавању проблема изазваних рецесијом.

¹¹ Опширније: Васиљевић, Бранко. *Основи финансијског тржишта*. Београд: Завет, 2009, стр. 275-279.

Администрација предсједника САД Барака Обаме процијенила је да ће државни програм спасавања привреде – финансијског и реалног сектора, (*Troubled Asset Relief Program - TARP*)¹² максимално коштати 475 милијарди долара. Нето процјена трошкова, од 5. октобра 2010. године, показује да ће нето трошкови стабилизације финансијског система вјероватно бити 30 милијарди долара, а да никако не би требали премашити 50 милијарди долара, што је мање од 1% БДП-а Сједињених Америчких Држава. Од 245 милијарди долара, колико је уложено у банке у САД, преко 192 милијарди долара до краја 2010 године је враћено, укључујући и 26,8 милијарди долара дивиденди, камата и других прихода.¹³

Побољшање је узроковано чињеницом да су улагања Министарства финансија стабилизвала финансијски систем и да, углавном, доносе већи принос од очекиваног.

Од 20 највећих финансијских институција које су биле у великим финансијским проблемима у јесен 2008. године, четири више не постоје као независни субјекти, пет су биле предмет велике интервенције од стране регулаторних тијела, двије су постале предмет много већег надзора пословања, а десет институција је провело значајне промене у менаџменту. Компаније које су највише биле погођене кризом (аутомобилска индустрија) морале су да прођу тзв. „тест тржишне издржљивости”, тј. да буду способне да привуку задовољавајући интерес приватног капитала, те да на основу њега финансирају своје пословање. Истовремено, учињени се додатни напори у домену регулисања финансијског тржишта као цјелине, али и у погледу адекватности капитала банкарског сектора на глобалном нивоу: кроз сарадњу са другим државама у области регулације финансијског сектора и синхронизацију контроле и праћења финансијских трансакција.

Регулације предвиђене актима, као што су *Dodd-Frank Wall Street Reform* и Закон о заштити потрошача из 2010. године (*Consumer Protection Act of 2010 (the Dodd-Frank Act)*), значајно би требале смањити опасност од будуће финансијске кризе. Пословање небанкарских финансијских институција није више могуће без свеобухватног надзора и одговарајуће адекватности капитала. Такође, држава ће увести и

¹² www.financialstability.gov

¹³ *Ibidem*.

користити све неопходне административне инструменте за праћење и контролу финансијског сектора. Тржиште деривата и „банкарски систем у сјенци” ће бити регулисани на начин који омогућава максималну транспарентност и „видљивост” трансакција како би инвеститори имали повјерење у тржиште и у сваком тренутку могли да направе „добар избор” финансијских инструмената.

У јануару 2011. године, треба очекивати свеобухватан приједлог реформе тржишта некретнина у САД, након чега ће нови систем произвести много стабилније тржиште некретнине са јачом регулативом и јасније дефинисаном улогом државе на том тржишту. Улога државе ће бити експлицитна на сегментима који су највише били погођени кризом, тако да је држава била принуђена да обезбиједи и посебне гаранције како би тржиште могло да настави са регуларним функционисањем.

4. Интернационализација берзанског трговања

Интернационализација берзанског трговања је један од „мега-трендова” глобалне економије који је присутан у посљедњих 20 година, и као такав може се сматрати једним од кључних фактора у детерминисању глобалног економског раста и развоја, док је, с друге стране, могуће интернационализацију берзанског трговања посматрати и као генератор кризних дешавања у истом периоду. Интернационализација је поставила врло комплексне задатке пред регулаторе финансијских тржишта, јер је постојећи систем праћења, надзора, контроле и креирања регулативног оквира постао неефикасан већ 90-их година прошлог вијека.

Наиме, регулација дјеловања учесника на савременим финансијским тржиштима је, у значајној мјери, еволуирала у односу на регулацију из периода велике економске кризе 1929-1934. године.

Уколико се посматра регулација на тржишту САД из 1933. године, нпр. *Glass – Steagall*-ов закон којим је готово у потпуности забрањено банкама да обављају послове за хартијама од вриједности, и упореди са Законом о модернизацији финансијских услуга, из 1999. године, којима су укинута ограничења банкама, осигуравајућим друштвима и др. у погледу пословања са хартијама од вриједности, може се закључити да је дошло до значајне дерегулације пословања на савременим финансијским тржиштима и то на начин „са врха на доле”.

Исто тако, процеси конкуренције и развоја информационих технологија, уз битне макроекономске догађаје као што је прелазак САД на систем флукутирајућих девизних курсева (*напуштање конвертибилности долара у злато*), нагли скокови цијена нафте 70-их година прошлог вијека и сл. повећали су ризике пословања на финансијском тржишту и довели до појаве финансијских иновација - финансијских деривата, секјуритизације и других облика пословања који служе за заштиту од ризика на финансијском тржишту.

Неки аутори¹⁴ сматрају да је до првих озбиљних проблема у функционисању финансијских тржишта дошло већ 2000. године, када је у САД јавно објелодањено неколико озбиљних кршења закона о хартијама од вриједности. Нпр. компанија *Merill Lynch* је платила казну од 100 милиона долара јер су инвестициони савјетници ове компаније давали инвеститорима оптимистична предвиђања о кретању цијена акција својих клијената из сектора инвестиционог банкарства. Процјењује се да су до краја 2002. године само компаније које послују на *Њујоршкој берзи* платиле више од 2 милијарде долара казне за провођење лажних истраживања и на основу њих давања лажних препорука инвеститорима у које хартије од вриједности да уложе свој новац. У том периоду, у регулацију трговачке праксе, поред Комисије за хартије од вриједности (*SEC*), укључиле су се *Њујоршка берза (NYSE)* и *Национално удружење дилера хартија од вриједности (NASD)*, покушавајући својим новим правилима извршити регулацију „од дна на горе”. У исто вријеме, трансакције америчких инвеститора на иностраним финансијским тржиштима су 2001. године достигле износ од 1.447,8 милијарди долара, што је повећање од 849% у односу на 1991. годину када је обим трансакција износио 152,6 милијарди долара. С друге стране, трансакције иностраних инвеститора на финансијским тржиштима САД достигле су ниво од 3.051,4 милијарде долара, што је повећање од 1.345% у односу на 1991. годину када је обим трансакција износио 211,2 милијарди долара.¹⁵ Из наведених података се сасвим јасно може закључити да је у посматраном периоду дошло до наглог пораста обима трансакција, што је у комбинацији са појавом великог бројем нових учесника на глобалном финансиј-

¹⁴ Saunders, Anthony; Millon Cornett, Marcia. *Финансијска тржишта и институције*, Послони дневник, МАСМЕДИА, 2 изд. 2006, стр. 467-469.

¹⁵ *Treasury Bulletin*, U.S. Treasury, jun 2002., www.ustreas.gov.

ском тржишту значајно отежало задатак регулаторима, што је без обзира на велики број нових закона и детаљних регулација ипак довело у питање стабилност финансијских тржишта широм свијета.

У новембру 2010. године¹⁶ објављена је вијест да америчке савезне власти завршавају трогодишњу истрагу и припремају оптужнице за трговање по повлаштеним информацијама, које би могле обухватити консултанте, инвестиционе банкарне, хец фондове и отворене фондове, те трговце са берзе и аналитичаре широм земље.

Истраге које су провођене претходне три године у оквиру реформе и увођења нових регулација на финансијском тржишту САД могле би имати веома велики позитиван ефекат на враћање повјерења учесника на финансијским тржиштима у финансијски систем. У фокусу ових истрага била су трговања по повлаштеним информацијама, у којима су остварене илегалне зараде од неколико десетина милиона долара.

У суштини, проблем је везан за трговање повлаштеним информацијама преко независних аналитичара и консултаната који раде за консалтинг компаније које пружају услуге „мреже стручњака” за инвестиционе фондове.

Ова вијест је само једна у низу, која указује на ток и елементе процеса стабилизације финансијског сектора у САД у претходном периоду. На основу јавно доступних података о трансакцијама везаним за финансијско тржиште ХОВ, могуће је анализирати стање тржишта и одредити динамику и правце даљег развоја догађаја. Подаци који су презентовани у наредним табелама и графиконима, а које је објавило Министарство финансија САД о трансакцијама инвеститора из САД на иностраним тржиштима и инвеститора из иностранства на финансијским тржиштима САД, показују динамичност и комплексност интернационализације берзанског пословања у посљедњих неколико година.

У наредној табели су презентовани подаци о нето куповини дугорочних ХОВ емитената из САД које су извршили инвеститори из иностранства на финансијским тржиштима САД. (*U.S. Treasury and Government agency bonds and notes, and U.S. corporate bonds and stocks*). Анализом података може се уочити да удио инвеститора из Велике Британије рапидно опада у протеклих неколико година, док

¹⁶ www.wsj.com

удио инвеститора из Јапана расте. Инвеститори из остатка Европе (превасходно из земаља ЕУ) су показали највећу флукуацију у погледу инвестирања на финансијском тржишту САД.

Табела 1: Нето куповина из иностранства ХОВ домаћих емитената на финансијском тржишту САД¹⁷ (у милионима долара)

Земља	2007	2008	2009	2010 јан.-јун.	2010 апр.-јун.
Велика Британија	546.592	328.706	212.831	183.593	94.119
Остатак Европе	5.310	-105.325	33.475	2.821	2.634
Карипски банкарски сектор	74.788	-74.524	23.966	35.118	6.797
Јапан	-303	57.276	128.220	83.104	42.820
Остатак Азије	234.778	193.377	187.655	68.117	14.526
Укупно	861.165	399.510	586.147	372.753	160.896
Све остале земље свијета	144.657	15.379	52.971	50.829	16.316
Укупно за све земље	1.005.822	414.889	639.118	423.582	177.212

У наредној табели су приказани подаци о нето куповини ХОВ инвеститора из САД на страним финансијским тржиштима.

Табела 2: ХОВ инвеститора из САД на страним финансијским тржиштима¹⁸ (у милионима долара)

Врста	2006	2007	2008	2009	2010 јан.-јун.	2010 апр.-јун.
Иностране обвезнице	144,452	133,905	-53,942	138,249	30,255	-3,259
Иностране акције	106,455	95,300	-20,246	59,323	28,515	19,279
Укупно	250,907	229,205	-74,188	197,572	58,770	16,020

Анализом података из претходне табеле може се уочити да су у 2008. години инвеститори из САД продали више ХОВ чији су инвеститори из иностранства него што су купили. У 2009. години, они су преферирали дужничке ХОВ у већем омјеру него што је то био случај у 2006. и 2007. години. У 2010. години, за коју се може рећи да је година стабилизације како финансијских тржишта у САД тако и привреде САД, активност инвеститора из САД на иностраним тржиштима је далеко испод просјека активности у годинама прије кризе. Такође, посматрајући податке из претходне двије табеле, може се закључити да је прилив новца на основу куповине дугорочних ХОВ од

¹⁷ Извор: *Treasury International Capital Reporting System*, www.treasury.gov

¹⁸ Извор: *Treasury International Capital Reporting System*, www.treasury.gov

стране инвеститора из иностранства у свакој години био позитиван, док је у преломној 2008. години одлив новца на страна тржишта био негативан (тј. враћен је дио новца пласираног на страним финансијским тржиштима у финансијски систем САД). Уколико се овакав тренд настави у 2011. години, може се претпоставити да ће прилив новца из иностранства по основу куповине ХОВ емитената из САД достићи ниво прије кризе, док ће одлив новца на основу куповине ХОВ на иностраним тржиштима од стране инвеститора из САД остати значајно испод нивоа који је достигнут прије кризе.

5. Проблеми берзанског тржишта у РС

Бањалучка берза хартија од вриједности је једина берза хартија од вриједности у Републици Српској. На Бањалучкој берзи је организовано трговање инструментима тржишта капитала - акцијама и обвезницама. Промет хартијама од вриједности на берзи је од оснивања, па до друге половине 2007. године, био у значајном и константном порасту. Индикативно је да је у периоду изузетне експанзије трговања укупан промет у јануару 2007. године, у односу на јануар 2006. године, био већи за 170,15%, док је у фебруару 2007. године мјесечни промет достигао чак 80.263.747 КМ и био је већи у односу на фебруар 2006. године за 573,64%.

Подаци о укупном промету на Бањалучкој берзи у периоду од 2002. до краја 2010. године су приказани на сљедећој слици.

Слика 2. Укупан промет на Бањалучкој берзи у периоду од 2002 до 2010. године¹⁹

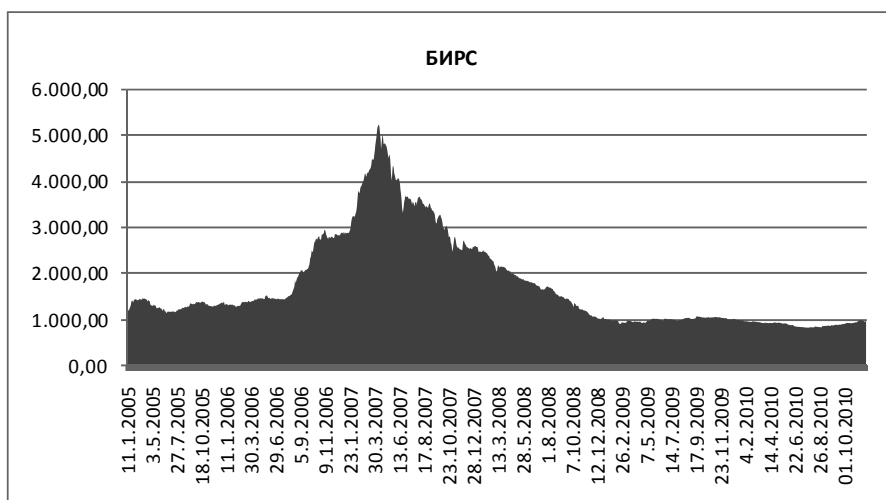


¹⁹ www.blberza.com

Анализом података о укупном промету хартија од вриједности у 2010. години може се закључити да је укупан промет у 2010. години тек 23,69 % од укупног промета оствареног у 2007. години. Међутим, промет у 2010. години је мањи за два милиона КМ од укупног промета у 2009. години, а мањи је за 35,67% од промета у 2005. години када није било ни говора о финансијској кризи која ће услиједити крајем 2007. године. Промет у кризној 2008. години је износио 222 милиона КМ и већи је за 26,13% од промета у 2010. години.

Након релативно дугог периода константног раста индекса Бањалучке берзе до маја 2007. године, долази до наглог пада тржишне цијене свих акција, без разлике да ли се ради о емитентима који су пословали успјешно или неуспјешно у претходном периоду. Кретање индекса Бањалучке берзе презентовано је на сљедећој слици.

Слика 3: Кретање индекса БИРС за период 2005.-2010. година²⁰



Анализом показатеља са слике 3. може се закључити да је ниво индекса БИРС већ дужи временски период испод базног нивоа од 1.000 индексних поена. Наиме, вриједност индекса БИРС од краја новембра 2008. године је била око 1000 базних поена, док је његова вриједност од 11. децембра 2009. године константно испод 1000 индексних поена. Вриједност индекса БИРС је на дан 2. августа 2010. године износила 801,27 поена, док је на дан 31. децембра 2010. године

²⁰ www.blberza.com

износила 956,12 индексних поена. Наведени показатељи указују да је Бањалучка берза хартија од вриједности већ дужи временски период у озбиљној кризи а да није начињен нити један озбиљнији покушај реформе система трговања, или финансијског тржишта РС у цјелини. Ситуација није много боља ни на тржиштима у окружењу. Обим промета на Београдској берзи износио је у 2010. години око 22,5 милијарди динара, што је за 46% мање него у претходној години, саопштила је Берза, на основу првих анализа тржишта капитала за годину на измаку. Вриједности индекса такође су у прошлогодишњим оквирима, па се *Belex15* креће, као и 2009. године, на нивоу од око 660 индексних поена, док општи индекс *BELEX line* посљедњих дана 2010. године има вриједност у распону од 1.280 до 1.290 индексних поена.²¹

Током протеклог периода није било промјене и прилагођавања метода трговања у складу са условима на тржишту, већ се на Бањалучкој берзи и даље тргује континуираном методом и методом периодичних аукција са преовлађујућом цијеном. Тргује се пет пута седмично: понедељак, уторак, сриједа, четвртак и петак. Континуираном методом се тргује акцијама емитената на берзанској котацији. Континуираном методом трговања тргује се и акцијама са слободног берзанског тржишта које испуњавају критеријуме ликвидности. Аукцијским методом се тргује акцијама емитената на слободном берзанском тржишту које не испуњавају критеријуме ликвидности. Узимајући у обзир искуства берзи из непосредног окружења, као и величину и значај Бањалучке берзе на регионалном нивоу, неопходно је редефинисати систем трговања с циљем боље и непосредније контроле трговања, као и постизања берзанских цијена ХОВ које ће бити ближе њиховој стварној (реалној) вриједности.

Закључак

Берзу је могуће дефинисати као одређену врсту корпорације (предузећа) која овлашћеним учесницима обезбјеђује инфраструктуру за трговање акцијама и другима хартијама од вриједности. Посматрати микроструктуру финансијског тржишта није могуће без проучавања механизма трговања којима се тргује хартијама од вриједно-

²¹ www.belex.rs

сти. Правила трговања на берзи су јавно објављена и донекле се разликују од правила која сусрећемо на неким другим тржиштима. Наиме, правило приоритета цијене подразумејева да купац који је спреман да плати вишу цијену има предност над купцем који је понудио нижу цијену и обрнуто: продавац који је спреман да прихвати нижу цијену за имовину коју нуди има предност над продавцем који нуди имовину по вишој цијени. Системе трговања на берзи је могуће класификовати на основу начина трговања: може се говорити о континуираном и аукционом тржишту.

Надзор и праћење трговања на берзама подразумејева постојање низа специфичних регулатива које обавезују учеснике да поштују „правила понашања” на тржишту. Институционални оквир регулисања даје овлашћења комисији за хартије од вриједности, берзи, централном регистру и централној банци да надзиру и прате берзанско трговање и својим дискреционим правом санкционишу учеснике чије понашање није сагласно утврђеним правилима. Модел регулативе, којег представља SEC и који је усвојен и у низу других земаља, облик је *функционалне регулативе*, који полази од посебних карактеристика финансијског тржишта. Постоји и модел *опште регулативе*, у чијој основи је сам инвестициони процес. Трећи модел регулације је модел *„двоструке регулативе”*, која је циљног карактера: једна регулаторна агенција је одговорна за пруденцијско регулисање финансијских институција, а друга за контролу пословања и заштиту корисника финансијских услуга.

Берзанска криза из 2007. године започела је као криза хипотекарног тржишта и тржишта финансијских деривата. Може се рећи да је она означила крај шпекулативног мјехура, који је настао на таласу раста цијена некретнина у Сједињеним Америчким Државама, што је било праћено врло интензивном и динамичном кредитном активношћу банака: која је иницирала на директан и индиректан начин општи раст цијене имовине на робним и финансијским берзама.

До краја 2007. године, постало је јасно да ће улога државе бити пресудна не само у домену регулисања, већ и у домену директне финансијске помоћи кључним учесницима на финансијском тржишту, али и реалном сектору који је трпио озбиљне посљедице кризе у финансијском сектору.

Администрација председника САД Барака Обаме процијенила је да ће државни програм спашавања привреде – финансијског и реал-

ног сектора, (*Troubled Asset Relief Program - TARP*) максимално коштати 475 милијарди долара.

Нето процјена трошкова, од 5. октобра 2010, показује да ће нето трошкови стабилизације финансијског система вјероватно бити 30 милијарди долара, а да никако не би требали премашити 50 милијарди долара, што је мање од 1% БДП-а Сједињених Америчких Држава. Од 245 милијарди, долара колико је уложено у банке у САД, преко 192 милијарди долара до краја 2010 године је враћено, укључујући и 26,8 милијарди долара дивиденди, камата и других прихода. Побољшање је узроковано чињеницом да су улагања Министарства финансија стабилизовала финансијски систем и да, углавном, доносе већи принос од очекиваног.

Регулације предвиђене актима као што су *Dodd-Frank Wall Street Reform* и Закон о заштити потрошача из 2010. године, значајно би требале смањити опасност од будуће финансијске кризе. Пословање небанкарских финансијских институција није више могуће без свеобухватног надзора и адекватности капитала. Такође, држава ће увести и користити све неопходне административне инструменте праћења и контроле финансијског сектора. Тржиште деривата и „банкарски систем у сјенци” ће бити регулисани на начин који омогућава максималну транспарентност и „видљивост” трансакција како би инвеститори имали повјерење у тржиште и у сваком тренутку могли да направе „добар избор” финансијских инструмената.

На Бањалучкој берзи тргује се континуираном методом и методом периодичних аукција са преовлађујућом цијеном. Тргује се пет пута седмично: понедјељак, уторак, сриједа, четвртак и петак. Континуираном методом се тргује акцијама емитената на берзанској котацији. Континуираном методом трговања тргује се и акцијама са слободног берзанског тржишта које испуњавају критеријуме ликвидности. Аукцијским методом се тргује акцијама емитената на слободном берзанском тржишту које не испуњавају критеријуме ликвидности. Узимајући у обзир искуства берзи из непосредног окружења, као и величину и значај Бањалучке берзе на регионалном нивоу, неопходно је редефинисати систем трговања с циљем боље и непосредније контролу трговања као и постизање берзанских цијена ХОВ које ће бити ближе њиховој стварној (реалној) вриједности.

Литература

1. Saunders, Anthony; Millon Cornett, Marcia. *Финансијска тржишта и институције*. Послони дневник, МАСМЕДИА, 2. изд. 2006.
2. Васиљевић, Бранко. *Основи финансијског тржишта*. Београд: Завет, 2009.
3. Gros, Daniel; Lannoo, Karol. *The Euro Capital Market*. John Wiley and Sons, 2000.
4. De Jong, Frank; Rindi, Barbara. *The Microstructure of Financial Markets*. Cambridge University Press, 2009.
5. Fabozzi, Frank J.; Peterson Drake, Pamela. *The basics of finance: an introduction to financial markets, business finance, and portfolio management*. John Wiley & Sons, 2010.
6. Houthakker, Hendrick C.; Williamson, Peter J. *The Economics of Financial Markets*. Oxford University Press, 1996.
7. De Haan, Jakob; Oosterloo, Sander; Schoemaker, Dirk. *The European Financial Markets*. Cambridge University Press, 2009.
8. Bradfield, James. *Introduction to the Economics of Financial Markets*. Oxford University Press, 2007.
9. Madura, Jeff. *Financial Markets and Institutions*. South-Western Cengage Learning, 2010.
10. Kodres, Laura. *A Crisis of Confidence...and a lot more*. Finance and Development, june 2008, Volume 45, Number 2.
11. Jarsulic, Marc. *Anatomy of a Financial Crisis*. Palgrave Macmillan, 2010.
12. Samuelson Paul, A.; Nordhaus, William, *Ekonomija*. 14. изд. Zagreb: Mate, 1992.
13. Bailey, Robert E. *The Economics of Financial Markets*. Cambridge University Press, 2005.
14. Bliss, Robert R.; Kaufman, George G. *Financial Institutions and Markets*. Palgrave Macmillan, 2008.
15. Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J. *Investments*. The McGraw-Hill/Irwin, 2009.
16. <http://www.treasury.gov>
17. <http://www.nber.org>

18. <http://www.eurexchange.com>
19. <http://www.sec.gov>
20. <http://www.fsa.gov.uk>
21. <http://www.blberza.com>
22. <http://www.belex.rs>
23. <http://www.wsj.com>
24. <http://www.financialstability.gov>
25. <http://finance.yahoo.com/>